

I profitti speculativi delle banche avvengono a spese degli operatori?

Una risposta

Nella sua nota il prof. Grubel critica l'opinione secondo cui «coloro che scambiano beni e servizi “perdono” quando le banche traggono profitti dalle loro speculazioni sulle valute». Egli sostiene, invece, «che questi profitti dovrebbero essere considerati come un rendimento per un servizio che le banche in quanto speculatori forniscono a questi operatori. Tale servizio consiste nel rendere i tassi di cambio più stabili nel tempo».

Questa tesi si basa su un'ipotesi di base, cioè che «l'esistenza di sistematici profitti speculativi è prova del fatto che gli speculatori hanno stabilizzato i tassi di cambio». In questo modo Grubel segue la nota tesi di Friedman, secondo cui una speculazione sistematicamente redditizia stabilizza necessariamente i movimenti dei tassi di cambio. Grubel riconosce che esistono anche modelli teorici in cui la speculazione è redditizia e destabilizzante al tempo stesso. «Tuttavia, questi modelli appaiono meno attraenti in quanto tendono a essere basati su una serie di ipotesi restrittive circa il comportamento e la formazione delle aspettative» (in contrapposizione alla semplicità e di conseguenza al fascino logico della tesi di Friedman). Grubel conclude: «Poiché entrambe le tesi sono teoriche e logicamente corrette, non è possibile considerare l'una più realistica dell'altra. Una tale scelta può esser fatta solo dopo aver sottoposto a *test* empirici i diversi modelli. Purtroppo nessuna delle due teorie è stata verificata empiricamente, né probabilmente lo sarà mai, a causa sia della natura dei modelli sia della non disponibilità dei dati rilevanti».

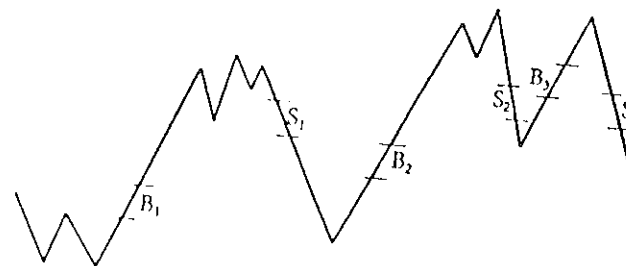
Concordo pienamente con il prof. Grubel su questo punto: la questione se una speculazione redditizia sulle valute stabilizzi o destabilizzi i movimenti dei tassi di cambio può essere affrontata solo su un terreno empirico. Una delle finalità del mio studio è stata pertanto quella di fornire prove empiriche che possano contribuire a scegliere tra le due alternative. Tale evidenza empirica è stata ottenuta esaminando il comportamento di uno specifico tipo di speculazione sulle valute, cioè quei sistemi di attività sui cambi che sono basati sull'analisi tecnica. Questi *test* empirici possono aiutare a distinguere tra le due opinioni alternative per due ragioni. La prima è che queste tecniche sono usate nella pratica sempre più ampiamente e frequentemente. La seconda ragione è

che la speculazione "tecnica" sulle valute è per sua natura destabilizzante. Per comprendere appieno questo secondo punto è necessario considerare due caratteristiche dei sistemi di attività sui cambi basati sull'analisi tecnica. In primo luogo, tali sistemi seguono le tendenze, cioè producono segnali di acquisto solo quando un movimento dei prezzi verso l'alto è già iniziato, e producono segnali di vendita solo quando i prezzi sono già in caduta. In secondo luogo, a causa del loro carattere tecnico questi criteri di attività sui cambi ignorano deliberatamente gli elementi fondamentali del mercato. Per l'attività sui cambi basata sull'analisi tecnica è del tutto irrilevante che esista o non esista un tasso di cambio di equilibrio. Tali speculatori non pensano in termini di un (livello del) tasso di cambio di equilibrio determinato dagli elementi fondamentali di mercato, bensì in termini di movimenti di disequilibrio dei tassi di cambio o di "fasi" (ad esempio, sentieri di prezzo monotonici o quasi monotonici), che essi cercano di sfruttare a loro favore.

Come influisce l'uso della speculazione tecnica sulle valute sulla dinamica del tasso di cambio? Una volta che un movimento del tasso di cambio verso l'alto (il basso) ha cominciato a prendere piede, i sistemi tecnici di attività sui cambi iniziano a produrre segnali di acquisto (vendita). Poiché esistono sistemi "più veloci" e "meno veloci" (a seconda della sensibilità del sistema ai mutamenti di direzione dei movimenti del tasso di cambio), ogni fase di ascesa o diminuzione che presenti una certa persistenza è seguita da una gamma di segnali di acquisto e vendita.¹ Un semplice grafico stilizza questi fatti (B... intervallo di acquisti, S... intervallo di vendite).

L'esecuzione effettiva dei segnali di acquisto e vendita necessariamente rende più rapidi e ampi i movimenti del tasso di cambio, e può in molti casi portare allo sviluppo di una fase persistente che altrimenti non si verificherebbe. In altre parole: l'uso dei modelli tecnici per l'attività sui cambi aumenta l'instabilità dei tassi di cambio in quanto genera o rafforza fasi di movimento dei cambi che a loro volta forniscono la base per la profittabilità della speculazione tecnica sulle valute. Mentre è necessariamente destabilizzante, l'uso della speculazione tecnica sulle valute non è necessariamente redditizio (si confrontino, ad es., gli intervalli S2/B3 e B3/S3 del grafico). Simulazioni compiute per il tasso di cambio marco/dollaro con i modelli tecnici più popolari, come quelli a media mobile e quelli basati sui momenti, rivelano tuttavia che molti fra tali modelli generano profitti extra non solo per tutto il periodo a partire dal 1973, ma anche durante ciascun sottoperiodo di 18 mesi. Questo risultato suggerisce che la speculazione tecnica (e di conseguenza destabilizzante) sulle valute è ampiamente usata, almeno come *una* base per le decisioni di attività sui cambi. Vi sono

¹ LUKAC, BRORSEN e IRWIN (1988) hanno mostrato che i modelli tecnici di attività sui cambi si trovano dallo stesso lato del mercato notevolmente più spesso di quanto ci si potrebbe aspettare da un comportamento casuale.



due ragioni che portano a tale conclusione. Primo: appare estremamente implausibile che queste opportunità di elevati profitti non vengano sfruttate su un mercato così bene informato.² Secondo: il frequente verificarsi di fasi nei movimenti del tasso di cambio non sarebbe spiegabile se non vi fosse all'opera una speculazione che segue le tendenze e che di conseguenza le prolunga.

È possibile conciliare i risultati delle simulazioni condotte con i modelli tecnici di attività sui cambi con la tesi secondo cui la speculazione sul mercato delle valute è fondamentalmente stabilizzante? Si potrebbe sostenere, per esempio, che il frequente verificarsi di fasi di movimento dei tassi di cambio rappresenti soprattutto una curiosità statistica che potrebbe essere utilizzata con profitto da alcuni operatori che reagiscono ai movimenti casuali di brevissimo periodo. Questi operatori "irrazionali" rappresentano, tuttavia, solo una minoranza sul mercato, e di conseguenza le loro attività non influiscono in modo significativo sulla dinamica del tasso di cambio. La grande maggioranza degli operatori di mercato si comporta invece "razionalmente" nel senso di Friedman, stabilizzando in tal modo le fluttuazioni del tasso di cambio. Ma in questo caso, quale modello di dinamica del tasso di cambio dobbiamo aspettarci?

Gli speculatori razionali acquistano una certa valuta quando il suo tasso di cambio è al di sotto del suo livello di equilibrio, determinato dagli "elementi fondamentali", e vendono nel caso opposto. Se nuove informazioni sugli elementi fondamentali modificassero le aspettative sul tasso di cambio di equilibrio, gli speculatori razionali spingerebbero il tasso effettivo quasi istantaneamente verso il suo nuovo livello di equilibrio (date le condizioni quasi perfette sul mercato delle valute). Ci si dovrebbe aspettare inoltre che le "notizie" sugli elementi fondamentali siano distribuite nel tempo in maniera casuale, di modo che il tasso di cambio effettivo dovrebbe seguire una "passeggiata casuale" (*random walk*). In tale mondo non sarebbe possibile una speculazione sistemati-

² L'importanza crescente della speculazione tecnica sulle valute è confermata anche da rilevazioni fatte da banche e da altri operatori professionali sulle valute (cfr. SCHULMEISTER, 1987).

camente profittevole basata solo sulle informazioni contenute nei prezzi passati. Ciò equivale ad affermare che il mercato delle valute opera in modo almeno debolmente efficiente (Fama, 1970).

Il comportamento effettivo del tasso di cambio, tuttavia, differisce completamente da questa descrizione di un mondo in cui una speculazione razionale e stabilizzante sulle valute domina il processo di mercato. In primo luogo, le fluttuazioni del tasso effettivo di cambio sono caratterizzate da una sequenza di fasi persistenti piuttosto che da "salti" istantanei verso un presumibile nuovo equilibrio. In secondo luogo, queste fasi di movimento del tasso di cambio si verificano abbastanza frequentemente da far sì che si rivelino sistematicamente profittevoli le tecniche speculative che seguono le tendenze (che usano solo le informazioni contenute nei prezzi passati) e che di conseguenza sono destabilizzanti. Pertanto, il mercato delle valute non può essere considerato debolmente efficiente. In terzo luogo, il tasso di cambio non segue una "passeggiata casuale", e il grado di rifiuto di questa ipotesi aumenta sia nel tempo (in particolare negli anni '80), sia con dati di maggior frequenza, come i dati giornalieri.³ In quarto luogo, il tasso di cambio non oscilla intorno al suo sentiero di equilibrio teorico (determinato dalla parità del potere d'acquisto e dalla parità dei tassi d'interesse non coperti), ma devia da esso persistentemente. Questi sovra-apprezziamenti (sovra-deprezzamenti) di medio periodo del dollaro possono essere dovuti all'effetto cumulativo della speculazione sulle valute orientata al breve periodo: per diversi anni, le fasi di crescita durano mediamente alcuni giorni di più rispetto ai movimenti in senso opposto, di modo che il dollaro si (sovra-)apprezza in un processo a gradini (e viceversa nel caso di un sovra-deprezzamento di medio termine). Questo fenomeno può essere spiegato dall'esistenza di un pregiudizio nelle aspettative di medio termine a favore o contro il dollaro. Se prevale un pregiudizio positivo, gli operatori in valute detengono posizioni attive in dollari alcuni giorni più a lungo delle posizioni passive in dollari, e ciò

³ In uno studio analogo sui prezzi delle azioni troviamo che il rifiuto dell'ipotesi della "passeggiata casuale" (*random walk*) è di nuovo molto più forte con dati orari che con dati giornalieri (GOLDBERG e SCHULMEISTER, 1989). Ciò riflette il fatto che l'orizzonte temporale delle tecniche di speculazione che seguono le tendenze si è accorciato nel tempo (in altre parole, la frequenza dei dati sui prezzi trattati dai modelli tecnici è aumentata). Questo sviluppo è facilitato da una parte dal miglioramento delle reti di calcolatori (in particolare sui mercati a termine che sono in rapida espansione), e dall'altra dalla crescita del *software* per l'uso dei modelli tecnici (per una documentazione sulle tendenze più recenti, cfr. l'edizione annuale di *Euromoney* pubblicata in agosto). Attraverso interviste con operatori professionisti sono stato informato che i sistemi di speculazione "più veloci" attualmente in uso controllano ogni 9,3 secondi se una posizione aperta andrebbe prolungata o chiusa o cambiata in posizione opposta (questi sistemi di scambio completamente computerizzati scambiano le posizioni aperte fino a 60 volte al giorno). La tendenza all'uso di sistemi di speculazione "più veloci" può spiegare perché la volatilità inter-giornaliera dei tassi di cambio è aumentata così drasticamente negli ultimi anni. Nel caso del mercato azionario l'uso di sistemi di scambio tecnico "veloci" è stato un fattore importante per il modo specifico in cui si è sviluppato il crollo del 19 ottobre 1987 (cfr. GOLDBERG e SCHULMEISTER 1989).

fa sì che le fasi di aumento durino più a lungo dei movimenti in senso opposto (mentre vale il contrario se le aspettative di mercato sono sfavorevoli al dollaro).⁴

Sul mercato vi deve tuttavia essere una classe di speculatori che stabilizzano le fluttuazioni del tasso di cambio, impedendo che le fasi di ascesa e discesa del tasso di cambio si trasformino in sentieri esplosivi (come accadrebbe se sul mercato vi fossero solo speculatori che seguono le tendenze). Questi speculatori sfruttano le loro conoscenze sul comportamento degli speculatori che seguono le tendenze (che si tratti di analisti tecnici o di più tradizionali seguaci delle tendenze maggioritarie). Essi sanno che quanto più a lungo dura una fase, tanto più debole diviene l'effetto di "intrappamento" e tanto più forte diviene la spinta a incassare i guadagni realizzati. Di conseguenza, questi speculatori cercano di immaginare quando la fase in corso sia "matura" per "scoppiare". In una situazione in cui il dollaro è "sovravalutato" ("sottovalutato") questi tipi di speculatori cercano di anticipare quelle "notizie" che potrebbero provocare un'interruzione della fase. Pertanto essi acquistano in prossimità della conclusione attesa di una fase di ribasso e vendono in prossimità della fine attesa di una fase di rialzo. Se questi speculatori che "giocano d'anticipo" arrivano a conclusioni simili riguardo alla "maturità" di una fase in corso, il risultato aggregato delle loro decisioni individuali di scambio può effettivamente provocare uno "scoppio" della fase. Di conseguenza questo tipo di speculazione implica anche un meccanismo di retroazione che si auto-realizza. Benché svolgano una funzione effettivamente stabilizzante, questi speculatori non sono affatto "razionali". Infatti essi basano le loro decisioni non sulle condizioni di equilibrio ricavate dagli elementi di fondo, ma sulla "psicologia del mercato". Questi speculatori possono quindi essere definiti speculatori di "secondo grado" nel senso del famoso esempio del concorso di bellezza di Keynes, in quanto non basano le loro decisioni su quello di cui essi stessi sono convinti, ma su quello che «più si avvicina alle preferenze medie dei concorrenti nel loro complesso» (Keynes, 1936, p. 156).⁵ Per contro gli speculatori razionali, basando le loro decisioni sulle condizioni fondamentali di equilibrio, avrebbero regolarmente perso i loro soldi, ad es. nel corso degli anni '80 (quando scommettere sulla

⁴ Il fatto che gli operatori sul mercato delle valute non si formano le loro aspettative sulla base delle condizioni di equilibrio teorico è documentato anche da rilevazioni empiriche; queste rivelano che le aspettative sul tasso di cambio degli operatori di mercato deviano dai valori implicati dalla parità sui tassi d'interesse non coperti ancor più di quanto facciano i tassi di cambio effettivamente osservati (FRANKEL e FROOT, 1987).

⁵ Keynes descrive esplicitamente gli speculatori del terzo grado e oltre: «Abbiamo raggiunto il terzo grado dove dedichiamo le nostre intelligenze a cercare di anticipare come l'opinione media si aspetta che sia l'opinione media. E vi sono alcuni, io credo, che praticano il quarto, quinto grado e oltre» (KEYNES, 1936, p. 156).

parità del potere di acquisto o sulla parità dei tassi d'interesse non coperti sarebbe stato un disastro).⁶

Riassumendo: l'evidenza empirica suggerisce che il mercato delle valute è sempre più influenzato da due tipi di speculazione. Il primo tipo è di quelli che seguono le tendenze, come tutti i sistemi di cambio basati sull'analisi tecnica. Questi sistemi estendono, o addirittura generano fasi persistenti di ascesa o discesa del tasso di cambio, e allo stesso tempo le sfruttano con profitto. Poiché lo scambio tecnico segue le tendenze e ignora ogni nozione di equilibrio o di elementi fondamentali, questo tipo di speculazione dev'essere considerato destabilizzante. Il secondo tipo di speculazione mira a prevedere in anticipo i mutamenti di direzione delle fasi di movimento del tasso di cambio. Questo tipo di speculazione è basato sulla "psicologia del mercato", in particolare sull'esperienza del fatto che la probabilità dello "scoppio" di un ciclo aumenta con la sua durata. Questa speculazione del "secondo tipo" nel senso di Keynes può essere considerata stabilizzante in quanto impedisce che le fasi di movimento del tasso di cambio diventino sentieri esplosivi, cioè bolle. Questo secondo tipo di speculazione dipende comunque dall'operare effettivo del primo tipo, quello destabilizzante: la speculazione del "secondo tipo" ha senso solo se il mercato fluttua sotto forma di fasi persistenti. Allo stesso tempo il primo tipo di speculazione dipende a sua volta dal secondo tipo, in quanto un operatore in valute che segue le tendenze può esistere in pratica solo se il tasso di cambio non esplode. Di conseguenza, i due tipi di speculazione danno luogo a un sistema che va nel complesso considerato destabilizzante in quanto genera fasi di movimento del tasso di cambio. Il fatto che tale sistema mantenga queste fasi entro certi limiti non lo qualifica come stabilizzante. In breve: questo sistema di speculazione sulle valute destabilizza il tasso di cambio, ma fornisce anche un meccanismo che modera il grado di questa destabilizzazione. Nessuno dei due tipi interdipendenti di speculazione opera sulla base dell'esistenza o della conoscenza di tassi di cambio di equilibrio determinati sulla base di elementi fondamentali. Essi sono pertanto considerati "irrazionali" dai teorici tradizionali del tasso di cambio. Tuttavia, la speculazione "razionale" sulle valute si rivelerebbe sistematicamente non redditizia e quindi si auto-eliminerebbe. Di conseguenza, lo speculatore teoricamente "razionale" appare "irrazionale" nella pratica, laddove l'operatore che reagisce ai movimenti casuali di brevissimo periodo si rivela un tipico *homo oeconomicus* in quanto guadagna profitti superiori alla norma. Su un terreno empirico, la tesi di Friedman appare pertanto mal fondata. Uno dei compiti principali che si pongono agli economisti e alla professione finanziaria è quello di fornire una soddisfacente spiegazione teorica del fenomeno della speculazione destabilizzante ma redditizia.

Vienna

STEPHAN SCHULMEISTER

BIBLIOGRAFIA

- BILSON, J.F.O., HSIEH, D.A. "The Profitability of Currency Speculation", *International Journal of Forecasting*, 1987, 3 (1), 115-130.
- FAMA, E.F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, 1970, 25 (2), 383-417.
- FRANKEL, J., "Recent Estimates of Time-Variation in the Conditional Variance and the Exchange Rate Risk Premium", *Journal of International Money and Finance*, 1988, 7 (1), 115-125.
- FRANKEL, J., FROOT, K., "Using Survey Data to Test Standard Propositions Regarding Exchange Rate Expectations", *American Economic Review*, 1987, 77 (1), 133-153.
- GOLDBERG, M., SCHULMEISTER, S., "Technical Analysis and Stock Market Efficiency", *Economic Research Report* No. 88-21, C.V. Starr Center for Applied Economics, New York University, New York, 1988.
- GOLDBERG, M., SCHULMEISTER, S., "Noise Trading and the Efficiency of Financial Markets" in Giacomo Luciani (ed.), *La finanza americana fra euforia e crisi*, Quaderni della Fondazione Adriano Olivetti, Roma, 1989, 117-153.
- KEYNES, J.M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, 1936.
- LUKAC, L.P., BRORSEN, B.W., IRWIN, S.H., "Similarity of Computer Guided Technical Trading Systems", *The Journal of the Futures Markets*, 1988, 8 (1), 1-14.
- SCHULMEISTER, S., "An Essay on Exchange Rate Dynamics", Discussion Paper IIM/LMP 87-7, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, Berlin 1987.

⁶ BILSON e HSIEH (1987) hanno perfino mostrato che scommettere sistematicamente contro la condizione di parità dei tassi d'interesse avrebbe reso alti profitti extra. FRANKEL (1988) ha dimostrato in modo convincente che neppure le persistenti deviazioni del tasso di cambio dalla condizione di parità dei tassi d'interesse possono essere spiegate da un premio di rischio che varia nel tempo.